

R22

Kupuj

Aktualizacja prognoz po wynikach IV kw. 2018/19

Wyniki za IV kw. 2018/19 były zbliżone do oczekiwań dlatego nie widzimy podstaw do istotnej zmiany prognoz. Aktualizując model i wycenę R22 podtrzymujemy rekomendację KUPUJ z ceną docelową 28,0PLN (+41% upside). Wzrost wyceny wynika głównie z technicznej zmiany RFR do 2,3% (poprzednio 2,7%).

mIn PLN	4Q17/18	1Q18/19	2Q18/19	3Q18/19	4Q18/19	y/y	q/q	4Q18/19P
Przychody	30,6	31,0	37,2	37,3	40,1	31%	8%	38,6
EBITDA	6,2	7,9	8,4	10,0	10,4	68%	4%	10,8
EBIT	4,1	5,3	5,5	7,1	7,3	78%	3%	7,9
Zysk netto	1,9	2,7	2,1	3,4	3,3	70%	-3%	3,7
P/E12M trailing	54,2	35,4	32,8	27,5	24,3			
EV/EBITDA 12M trailing	13,6	13,0	12,6	11,1	9,9			

Źródło: dane spółki, Trigon DM

Komentarz do wyników. Wyniki za IV kw. 2018/19 były zgodne z oczekiwaniami choć o nieco innej strukturze. Na plus wyróżnił się segment omnichannel communication, który drugi kwartał z rzędu zanotował rentowność EBITDA powyżej 20% (23,3% w 4Q18/19; +6,7pp yoy, +2,1pp qoq) – sądzimy, że to efekt wyżej marżowych produktów takich jak powiadomienia push co było jedną z tez naszego raportu. Marża EBITDA TTM segmentu to już 19,8% (+1,8pp qoq). EBITDA segmentu omnichannel wyniosła finalnie 4,5mln PLN (+80% yoy; +35% qoq) względem oczekiwanych 3,4mln PLN. W segmencie hostingu nieco poniżej naszych prognoz były przychody (oczekiwaliśmy 18,4mln PLN vs 17,8mln PLN) oraz marżowość EBITDA, która wyniosła 29% (+5,7pp yoy; -3pp qoq). KPI w hostingu nie charakteryzowały się istotnym odchyleniem względem założeń. EBITDA w segmencie hostingu wyniosła 5,2mln PLN vs. oczekiwane 6mln PLN. DN skorygowany o minorities wyniósł 81,6mln PLN: DN skor./EBITDA TTM 2,2x.

Polityka dywidendowa. Spółka zgodnie z zapowiedzią opublikowała politykę dywidendową, która zakłada przeznaczanie na dywidendę przez 5 lat co najmniej 30% skonsolidowanego zysku netto Grupy przypadającego na akcjonariuszy jednostki dominującej, przy jednoczesnym wzroście nominalnej wysokości dywidendy na akcję. Z zysku za rok obrotowy 2018/2019 Zarząd zarekomendował 0,30 PLN dywidendy na akcję (DPR=37%; DY=1,5%).

Skup akcji własnych w Vercom. R22 przeprowadziła skup akcji własnych (~14,9mln PLN) w celu umorzenia w spółce zależnej Vercom, po którym udział R22 wyniesie 71,65%. Celem transakcji jest rozliczenie I transzy płatności za akcje spółki zależnej H88 (7,12% H88 nabyte przez Vercom i 7,12% przez R22; RB 19/2019), które będą odkupione od funduszu 3TS (dwie transze płatności za 28,48% udziałów za ~58mln PLN; EV/EBITDA 1Y FWD pro forma 10,1x). Zamiarem R22 jest odkup akcji H88 od Vercom i 100% konsolidacja segmentu hostingu. Przeprowadzona konstrukcja możliwej transakcji była flagowana przez nas w raporcie inicjującym i nie ma znaczenia z punktu widzenia wyceny R22.

Podsumowanie konferencji / outlook. (1) R22 chce podwoić skalę biznesu w hostingu w ciągu 2-3 lat; (2) ARPU i churn w hostingu na rynku CEE jest zbliżone do rynku polskiego; (3) R22 nie planuje skupu akcji własnych w najbliższej przyszłości; (4) Wzrost wyniku w omnichannel to efekt m.in. wdrożenia platformy Redlink Push (5) R22 chce wdrożyć platformę Blugento na rynku w PL we wrześniu.

mIn PLN	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20P	2020/21P	2021/22P
Przychody	74,1	110,6	145,6	168,8	184,6	198,8
EBITDA	18,6	25,0	36,6	47,2	53,4	58,4
EBIT	13,9	16,8	25,1	35,2	40,9	45,4
Zysk netto	4,3	6,8	11,6	19,4	25,3	28,5
EPS (PLN)	0,3	0,5	0,8	1,4	1,8	2,0
P/E (x)	66,0	41,4	24,3	14,4	11,1	9,8
EV/EBITDA (x)	17,8	13,6	9,9	8,5	7,1	6,2
P/BV (x)	8,7	3,0	3,5	3,0	2,6	2,2
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%	3,5%	4,5%

Źródło: dane spółki, Trigon DM; rok obrotowy 2018/19 kończy się 30.06.2019

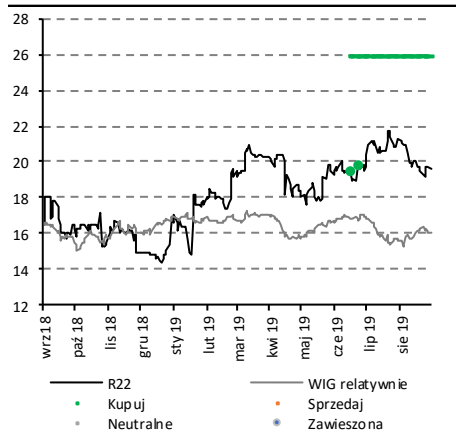
Cena docelowa: 28 PLN

Potencjał wzrostu: +41%

DANE SPÓŁKI

Ticker	R22
Sektor	TMT
Kurs (PLN)	19,8
52 tyg. min/max (PLN)	14,22 / 22
Liczba akcji (mln szt.)	14,2
Kapitalizacja (mln PLN)	280
Free-float	36,7%
Śr. obroty 3M (mln PLN)	0,1
Zmiana kursu	1M: -7,3% 3M: 1,5% 1Y: 24,2%

KURS NA TLE WIG



HISTORIA REKOMENDACJI

	Data	Wycena
Kupuj	18.07.2019	26
Kupuj	10.07.2019	26

AKCJONARIAT

	Udział %
Jacek Duch	30,6%
Jakub Dwernicki	17,6%
Robert Dwernicki	13,1%
Rockbridge TFI	5,0%
Pozostali	33,7%

WAŻNE DATY

Raport I kw. 2019/20	18.11.2019
Raport półroczny 2019/20	25.02.2020
Raport III kw. 2019/20	19.05.2020
Raport IV kw. 2019/20	18.08.2020

ANALITYK

Kacper Koproń

R22

Bloomberg ticker

R22 PW

Rekomendacja

Kupuj

Cena docelowa (PLN)

28,0

Kurs (PLN)

19,8

Potencjał wzrostu

41%

Poprzednia rekomendacja

Poprzednia cena docelowa (PLN)

Liczba akcji (mln)

14,2

Kapitalizacja (mln PLN)

280

EV (mln PLN)

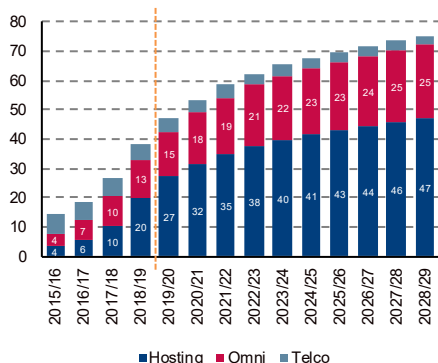
362

Kacper Korpoń

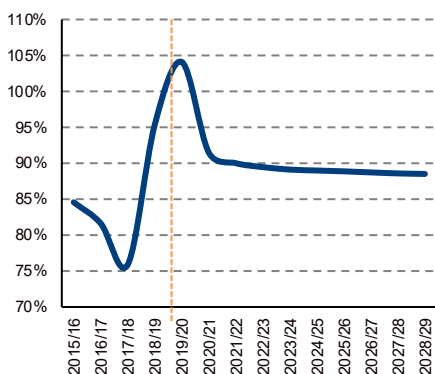
kacper.kopron@trigon.pl

+48 (22) 4338-371

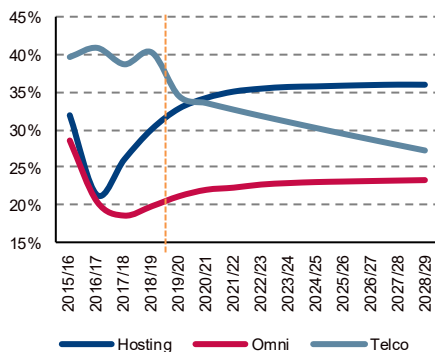
EBITDA po segmentach (mln PLN)



EBITDA/OCF (%)



Marża EBITDA po segmentach (%)



Wskaźniki rynkowe	2017/18	2018/19	2019/20P	2020/21P	2021/22P
P/E (x)	41,4	24,3	14,4	11,1	9,8
P/E skor. (x)	41,4	24,3	14,4	11,1	9,8
P/BV (x)	3,0	3,5	3,0	2,6	2,2
EV/EBITDA (x)	13,6	9,9	8,5	7,1	6,2
EV/EBITDA skor. (x)	13,7	9,3	7,7	6,8	5,9
EV/Sprzedaż (x)	3,1	2,5	2,4	2,1	1,8
FCF Yield (%)	-13,7%	-2,2%	3,1%	9,1%	10,9%
DY (%)	0,0%	0,0%	1,5%	3,5%	4,5%

Wskaźniki finansowe	2017/18	2018/19	2019/20P	2020/21P	2021/22P
EPS (PLN)	0,5	0,8	1,4	1,8	2,0
EPS skor. (PLN)	0,5	0,8	1,4	1,8	2,0
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,3	0,7	0,9
BVPS (PLN)	6,7	5,6	6,7	7,8	8,9

Liczba akcji (mln)	14,2	14,2	14,2	14,2	14,2
Kapitalizacja (mln PLN)	281	281	281	281	281
EV (mln PLN)	342	362	401	381	360

Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2017/18	2018/19	2019/20P	2020/21P	2021/22P
Przychody	110,6	145,6	168,8	184,6	198,8
Koszty operacyjne	93,8	120,5	133,6	143,7	153,4
Zysk brutto ze sprzedaży	16,8	25,1	35,2	40,9	45,4
EBITDA	25,0	36,6	47,2	53,4	58,4
EBITDA skor.	25,0	36,6	47,2	53,4	58,4
Amortyzacja	8,3	11,5	11,9	12,5	13,0
EBIT	16,8	25,1	35,2	40,9	45,4
Zysk brutto	13,5	20,9	30,0	35,3	39,8
Zysk mniejszości	3,7	5,1	4,9	3,3	3,7
Zysk netto	6,8	11,6	19,4	25,3	28,5
Zysk netto skor.	6,8	11,6	19,4	25,3	28,5

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)	2017/18	2018/19	2019/20P	2020/21P	2021/22P
Przeptywy z działalności operacyjnej	19,0	34,9	49,1	48,8	52,5
Przeptywy z działalności inwestycyjnej	-64,7	-42,1	-35,3	-14,0	-13,3
CAPEX	-65,7	-42,9	-36,5	-14,0	-13,3
Przeptywy z działalności finansowej	58,3	7,0	-12,3	-13,8	-38,7
Dywidenda	0,0	0,0	-4,2	-9,7	-12,6
FCF	-46,7	-8,0	12,5	34,8	39,2
Przeptywy pieniężne netto	12,5	-0,2	1,5	21,0	0,5

Bilans (mln PLN)	2017/18	2018/19	2019/20P	2020/21P	2021/22P
Aktywa	218,0	260,8	291,2	317,1	320,8
Rzeczowe aktywa trwałe	24,5	26,5	30,5	30,5	30,7
Wartość firmy	79,6	95,5	106,0	106,0	106,0
Wartości niematerialne i prawne	77,2	87,3	93,4	93,4	93,6
Gotówka	15,8	15,6	17,2	38,1	38,6
Pasywa	218,0	260,8	291,2	317,1	320,8
Kapitał własny	94,9	79,3	94,5	110,1	126,0
Kapitały mniejszości	10,2	15,1	-38,0	-34,6	-31,0
Zobowiązania oprocentowane	51,3	67,1	113,1	114,1	105,1
Dług netto	60,9	81,6	119,9	100,4	79,5
Zmiany w kapitale obrotowym	-3,0	2,0	1,6	1,0	0,5

Wskaźniki operacyjne	2017/18	2018/19	2019/20P	2020/21P	2021/22P
zmiana przychodów r./r.	49%	32%	16%	9%	8%
zmiana zysku netto skor. r./r.	59%	70%	68%	30%	13%
marża brutto na sprzedaży (%)	15,2%	17,2%	20,9%	22,2%	22,8%
marża EBITDA skor. (%)	22,6%	25,1%	27,9%	28,9%	29,4%
marża EBIT (%)	15,2%	17,2%	20,9%	22,2%	22,8%
marża netto skor. (%)	6,1%	7,9%	11,5%	13,7%	14,4%
ROE (%)	10,7%	13,3%	22,4%	24,7%	24,2%
ROA (%)	3,7%	4,8%	7,0%	8,3%	8,9%
CAPEX/Sprzedaż (%)	59,4%	29,5%	21,6%	7,6%	6,7%
CAPEX/Amortyzacja (x)	8,0	3,7	3,1	1,1	1,0
Dług netto/kapitał własny (x)	0,6	1,0	1,3	0,9	0,6
Dług netto/EBITDA skor. (x)	2,4	2,2	2,5	1,9	1,4

Cykl konwersji gotówki (dni)	-4	-3	-5	-3	-2
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	34	33	36	40	42
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	38	36	41	44	44

Źródło: Spółka, Trigon DM

Źródło: Spółka, Trigon DM

Wycena

Wycena dochodowa. Do R22 używamy metody DCF Sum-of-the-parts (bez MSSF16). Składowymi SOTP są poszczególne wyceny każdego z trzech segmentów. W naszym podejściu do wyceny przyjmujemy, że R22 posiada 100% udziałów H88, 71,7% udziałów w Vercom (zmiana struktury kapitałowej z 98,2% w H88 i 74,9% w Vercom - efekt skupu akcji w celu umorzenia w Vercom) oraz 98,7% udziałów w Oxyllion. Nasza cena docelowa akcji R22 w 100% oparta jest na wycenie DCF SOTP, która implikuje 12-miesięczną cenę docelową na poziomie **28,0PLN za 1 akcję (+41% upside)**.

Główne założenia wyceny DCF SOTP:

- 10-letni okres prognozy do 2028/29
- Premia rynkowa na poziomie 6,0% (metodologia Trigon DM: 6,0% dla sWIG80)
- Nielewarowana beta na poziomie 1,0
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 2,3% (**poprzednio 2,7%**)
- Koszt długu po podatku 4,9%
- Rezydualna stopa wzrostu: (1) Hosting: $g=2\%$; (2) Omnichannel Communication: $g=1\%$; (3) Telekomunikacja: $g=0\%$
- CAPEX/Sales: Hosting - 8%; Omnichannel Communication - 4% Telekomunikacja 14%
- Hosting: CAPEX w 2019/20 obciążony płatnością 5mln EUR za ostatnie przejścia w Rumunii i Chorwacji + w 2023/24 płatnością za pozostałe 40% udziałów NetDesign, którego PV na 2Q18/19 wyceniono bilansie na 11,5mln, co przyjmując nasz WACC implikuje FV na poziomie 17,7mln PLN
- Omnichannel: CAPEX w 2019/20 i 2020/21 obciążony płatnościami za udziały w UserEngage odpowiednio 4mln PLN i 1,5mln PLN

Kalkulacja WACC

	2019/20P	2020/21P	2021/22P	2022/23P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P	2027/28P	2028/29P
D/(E+D)	33%	24%	20%	18%	16%	14%	12%	11%	9%	8%
Rentowności obligacji 10Y	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Beta lewarowana	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Premia rynkowa	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Koszt kapitału własnego	10,7%	9,9%	9,5%	9,4%	9,2%	9,1%	9,0%	8,9%	8,8%	8,7%
WACC	8,8%	8,6%	8,6%	8,6%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,4%	8,4%

Źródło: szacunki Trigon DM

Wycena DCF - Hosting

DCF w mln PLN	2019/20P	2020/21P	2021/22P	2022/23P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P	2027/28P	2028/29P
EBIT	19,9	23,7	26,7	28,8	30,4	31,5	32,6	33,4	34,3	35,0
Stopa podatkowa a	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	16,1	19,2	21,6	23,3	24,6	25,5	26,4	27,1	27,8	28,4
Amortyzacja	7,3	7,8	8,3	8,8	9,3	9,8	10,3	10,8	11,3	11,8
Nakłady inw estycyjne*	-27,7	-7,4	-8,0	-8,5	-26,0	-9,3	-9,6	-9,9	-10,2	-10,5
Zmiana kapitału obrotowego, netto	2,1	1,4	0,8	0,6	0,5	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2
FCF	-2,0	21,0	22,7	24,3	8,5	26,5	27,4	28,3	29,1	29,9
WACC (%)	8,8%	8,6%	8,6%	8,6%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,4%	8,4%
Wartość bieżąca FCF	-1,9	18,1	18,1	17,8	5,7	16,5	15,7	14,9	14,2	13,4
Suma DFCF	133									
Stopa w zrostu FCF po '29	2,0%									
Zdyskontowana wartość rezydualna	197									
PV + RV	330									

Źródło: Trigon DM

* uwzględniający w 2019/20P 5mln EUR płatności z tyt. przejęcia spółek w Rumunii i Chorwacji i 2023/24P wykup 40% Net Design (FV=17,7mln PLN)

Źródło: szacunki Trigon DM

Wycena DCF - Omnichannel Communication

DCF w mln PLN	2019/20P	2020/21P	2021/22P	2022/23P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P	2027/28P	2028/29P
EBIT	13,6	15,7	17,2	18,8	19,8	20,5	21,0	21,6	22,1	22,6
Stopa podatkowa a	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	11,0	12,7	14,0	15,2	16,1	16,6	17,0	17,5	17,9	18,3
Amortyzacja	1,8	1,9	2,0	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7
Nakłady inw estycyjne*	-6,9	-4,7	-3,4	-3,7	-3,8	-4,0	-4,0	-4,1	-4,2	-4,3
Zmiana kapitału obrotowego, netto	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
FCF	5,3	9,6	12,2	13,4	14,2	14,7	15,2	15,6	16,0	16,5
WACC (%)	8,8%	8,6%	8,6%	8,6%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,4%	8,4%
Wartość bieżąca FCF	5,0	8,2	9,7	9,8	9,6	9,2	8,7	8,2	7,8	7,4
Suma DFCF	84									
Stopa w zrostu FCF po '29	1,0%									
Zdyskontowana wartość rezydualna	93									
PV + RV	177									

Źródło: Trigon DM

*uwzględniające płatności za Userengage i Appchance w latach obrotowych 2019/20 i 2020/21

Źródło: szacunki Trigon DM

Wycena DCF - Telekomunikacja

DCF w mln PLN	2019/20P	2020/21P	2021/22P	2022/23P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P	2027/28P	2028/29P
EBIT	1,7	1,6	1,4	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0
Stopa podatkowa a	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8
Amortyzacja	2,8	2,7	2,7	2,6	2,5	2,4	2,3	2,3	2,2	2,1
Nakłady inw estycyjne	-2,0	-1,9	-1,9	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,7	-1,7	-1,7
Zmiana kapitału obrotowego, netto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	2,2	2,1	2,0	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2
WACC (%)	8,8%	8,6%	8,6%	8,6%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,4%	8,4%
Wartość bieżąca FCF	2,1	1,8	1,6	1,3	1,2	1,0	0,9	0,7	0,6	0,5
Suma DFCF	12									
Stopa w zrostu FCF po '29	0,0%									
Zdyskontowana wartość rezydualna	6									
PV + RV	18									

Źródło: Trigon DM

Źródło: szacunki Trigon DM

Wycena SOTP

	Hosting	Omnichannel	Telekomunikacja
PV + RV (mln PLN)	330	177	18
Udział R22*	100,0%	71,7%	98,7%
Wartość przypadająca na R22 (mln PLN)	330	127	17
Dług netto skor. (30.06.2019P)		68	
Zobowiązanie z tyt. wykupu 3TS		58	
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych		9	
Wartość kapitałów własnych (mln PLN)		357	
Wartość na akcję		25,3	
12M TP		28,0	
Upside		41%	

* udział R22 przy założeniu wykupu I tranzy 3TS w podziale R22:Vercom 50:50 i II tranzy w 100% przez R22

Źródło: szacunki Trigon DM

Wycena porównawcza: W naszym podejściu do wyceny porównawczej, analogicznie do poprzedniej metody, składowymi są poszczególne wyceny cząstkowe spółek z Grupy R22. Grupy porównawcze dla poszczególnych spółek R22 różnią się modelem biznesowym, profilem wzrostu i co za tym idzie także mnożnikami, stąd każdy segment Grupy postanowiliśmy wycenić niezależnie. Ze względu na wysoki lewar spółki oraz brak informacji o strukturze zysku netto po poszczególnych spółkach w holdingu (R22 nie raportuje zysku netto po segmentach) uważamy, że najlepszym mnożnikiem wycenowym, na którym opieramy naszą waluację jest EV/EBITDA. R22 posiada przesunięty rok obrotowy, co adresujemy poprzez, kalkulację wyceny na uśrednionych mnożnikach poszczególnych grup porównawczych na dwa kolejne lata prognozy (np. mnożnik na 2019/20 jest średnią arytmetyczną mnożników peers z 2019r. i 2020r.). Wycena porównawcza zwraca nam cenę 1 akcji R22 na poziomie **26,1PLN na akcję (+32% upside)**.

EV/EBITDA spółek porównawczych do R22 z podziałem na segmenty

Nazwa spółki	MC (m USD)	EV/EBITDA			
		2019P	2020P	2021P	2022P
Segment Hosting i Domen					
GoDaddy Inc	11 893	18,0	15,8	13,7	11,3
United Internet AG	7 328	6,7	6,4	6,2	6,7
Tucows Inc	589	14,6	11,9	10,0	8,7
iomart Group PLC	451	9,1	8,6	8,0	7,9
VeriSign Inc	22 572	26,8	24,3	21,8	-
Mediana		14,6	11,9	10,0	8,3
Segment Omnichannel Communication					
M&C Saatchi PLC	200	4,5	4,3	-	-
1000mercis	68	8,8	8,5	7,8	-
dotdigital group plc	342	15,2	13,3	13,2	-
HubSpot Inc	6 815	76,7	58,2	38,1	-
MailUp SpA	65	11,3	7,5	5,7	-
WPP PLC	15 892	8,7	8,9	8,3	-
Publicis Groupe SA	12 273	6,0	5,6	5,2	5,0
Omnicom Group Inc	16 939	9,2	9,0	8,7	-
Interpublic Group of Cos Inc/The	8 194	9,4	8,9	8,5	8,6
Syzygy AG	132	13,6	10,1	9,4	-
Mediana		9,3	8,9	8,5	6,8
Segment Telekomunikacyjny					
BT Group PLC	21 950	3,8	3,7	3,6	3,5
Deutsche Telekom AG	80 446	6,4	6,0	5,8	5,7
Orange SA	41 701	6,0	5,8	5,7	5,6
Hellenic Telecommunications Organization SA	6 770	5,6	5,5	5,3	5,1
Koninklijke KPN NV	13 196	8,2	8,0	7,7	7,4
Magyar Telekom Telecommunications PLC	1 497	4,4	4,4	4,4	4,5
Telecom Italia SpA/Milano	12 070	5,5	5,5	5,4	5,3
Telekom Austria AG	5 033	5,5	5,4	5,2	5,1
Turk Telekomunikasyon AS	3 552	3,6	3,2	3,0	2,7
Orange Polska SA	1 899	5,4	5,1	5,0	4,8
PLAY Communications SA	1 753	5,8	5,5	5,3	5,1
Cyfrowy Polsat SA	4 189	6,8	6,7	6,4	6,4
Mediana		5,5	5,5	5,3	5,1

Źródło: Bloomberg, prognozy Trigon DM

Wycena porównawcza Grupy R22

R22 - EBITDA (mln PLN)	2019/20P	2020/21P	2021/22P
Hosting	27,3	31,5	35,1
Omnichannel	15,4	17,5	19,2
Telekomunikacja	4,5	4,3	4,1
EV/EBITDA blended	2019/20P	2020/21P	2021/22P
Hosting	13,2	10,9	9,1
Omnichannel	9,1	8,7	7,7
Telekomunikacja	5,5	5,4	5,2
Implikowane EV	2019/20P	2020/21P	2021/22P
Hosting	361	344	320
Omnichannel	140	153	147
Telekomunikacja	25	23	21
EV przypadające na R22	2019/20P	2020/21P	2021/22P
Hosting (100%)	361	344	320
Omnichannel (71,7%)	100	110	106
Telekomunikacja (98,7%)	25	23	21
SUMA EV	486	476	447
Dług netto (mln PLN)	120	100	79
Wartość kapitałów własnych (mln PLN)	366	376	367
Wycena wynikowa (mln PLN)		370	
Wycena na akcję (PLN)		26,1	

Źródło: Bloomberg, prognozy Trigon DM

Rachunek wyników (mln PLN)

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20P	2020/21P	2021/22P
Przychody	74,1	110,6	145,6	168,8	184,6	198,8
Koszty operacyjne	60,3	93,8	120,5	133,6	143,7	153,4
Zysk brutto ze sprzedaży	13,9	16,8	25,1	35,2	40,9	45,4
Koszty sprzedaży	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty ogólnego zarządu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk ze sprzedaży	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	18,6	25,0	36,6	47,2	53,4	58,4
EBITDA skor.	18,6	25,0	36,6	47,2	53,4	58,4
Amortyzacja	5,6	8,3	11,5	11,9	12,5	13,0
EBIT	13,9	16,8	25,1	35,2	40,9	45,4
Wynik na działalności finansowej	-4,4	-3,3	-4,2	-5,2	-5,6	-5,6
Zysk brutto	9,5	13,5	20,9	30,0	35,3	39,8
Podatek dochodowy	2,2	2,8	4,2	5,7	6,7	7,6
Zysk mniejszości	2,2	3,7	5,1	4,9	3,3	3,7
Zysk netto	4,3	6,8	11,6	19,4	25,3	28,5
Zysk netto skor.	4,3	6,8	11,6	19,4	25,3	28,5

marża brutto ze sprzedaży	18,7%	15,2%	17,2%	20,9%	22,2%	22,8%
marża EBITDA	25,1%	22,6%	25,1%	27,9%	28,9%	29,4%
marża EBITDA skor.	25,1%	22,6%	25,1%	27,9%	28,9%	29,4%
marża EBIT	18,7%	15,2%	17,2%	20,9%	22,2%	22,8%
marża netto skor.	5,7%	6,1%	7,9%	11,5%	13,7%	14,4%

zmiana przychodów r./r.	75%	49%	32%	16%	9%	8%
zmiana w wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	24%	21%	50%	40%	16%	11%
zmiana EBITDA skor. r./r.	26%	35%	46%	29%	13%	9%
zmiana EBIT r./r.	24%	21%	50%	40%	16%	11%
zmiana zysku netto skor. r./r.	-35%	59%	70%	68%	30%	13%

Źródło: Spółka, Trigon DM

	3Q17/18	4Q17/18	1Q18/19	2Q18/19	3Q18/19	4Q18/19
Przychody	29,1	30,6	31,0	37,2	37,3	40,1
Koszty operacyjne	-24,9	-26,4	-25,8	-31,7	-30,2	-32,8
Zysk brutto ze sprzedaży	4,2	4,2	5,2	5,6	7,1	7,3
Koszty sprzedaży	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty ogólnego zarządu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk ze sprzedaży	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-0,2	-0,1	0,1	-0,1	-0,2	-0,2
EBITDA	6,4	6,2	7,9	8,4	10,0	10,4
EBITDA skor.	6,4	6,2	7,9	8,4	10,0	10,4
Amortyzacja	-2,3	-2,1	-2,6	-2,9	-2,9	-3,1
EBIT	4,1	4,1	5,3	5,5	7,1	7,3
Wynik na działalności finansowej	-0,8	-0,6	-0,8	-1,1	-0,9	-1,0
Zysk brutto	3,3	3,5	4,5	4,3	6,0	6,1
Podatek dochodowy	-0,7	-0,7	-0,8	-1,1	-1,0	-1,2
Zysk mniejszości	0,9	0,8	1,0	1,1	1,5	1,6
Zysk netto	1,7	1,9	2,7	2,1	3,4	3,3
Zysk netto skor.	1,7	1,9	2,7	2,1	3,4	3,3

marża brutto ze sprzedaży	14,5%	13,7%	16,7%	15,0%	18,9%	18,1%
marża EBITDA skor.	21,9%	20,2%	25,5%	22,5%	26,8%	25,9%
marża EBIT	14,0%	13,4%	17,0%	14,7%	18,9%	18,1%
marża netto skor.	6,0%	6,4%	8,9%	5,7%	9,1%	8,2%

zmiana przychodów r./r.	44,5%	34,7%	34,3%	34,1%	28,0%	31,0%
zmiana w wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	28,4%	-3,8%	5,3%	53,1%	66,7%	73,0%
zmiana EBITDA skor. r./r.	9,4%	1,8%	17,9%	44,7%	56,7%	67,7%
zmiana EBIT r./r.	14,7%	-7,8%	8,3%	46,8%	73,5%	77,6%
zmiana zysku netto skor. r./r.	84,2%	38,0%	70,8%	42,3%	95,0%	69,7%

Źródło: Spółka, Trigon DM

Bilans (mln PLN)

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20P	2020/21P	2021/22P
Aktywa trwałe	113,9	186,0	224,1	248,7	250,2	250,6
Rzeczowe aktywa trwałe	21,4	24,5	26,5	30,5	30,5	30,7
Wartości niematerialne i prawne	57,4	77,2	87,3	93,4	93,4	93,6
Wartość firmy	32,5	79,6	95,5	106,0	106,0	106,0
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	2,5	4,8	14,8	18,8	20,3	20,3
Aktywa obrotowe	35,2	31,9	36,7	42,5	66,9	70,2
Zapasy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności handlowe	8,4	12,3	13,9	19,0	21,8	24,2
Pozostałe	23,6	3,9	7,2	6,4	7,0	7,5
Gotówka	3,3	15,8	15,6	17,2	38,1	38,6
Aktywa	149,1	218,0	260,8	291,2	317,1	320,8
Kapitał własny	32,3	94,9	79,3	94,5	110,1	126,0
Kapitał zakładowy	2,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Pozostałe	25,7	87,8	67,4	74,8	84,5	97,2
Zysk (strata) netto	4,3	6,8	11,6	19,4	25,3	28,5
Kapitały mniejszości	11,2	10,2	15,1	-38,0	-34,6	-31,0
Zobowiązania długoterminowe	53,8	67,7	84,0	132,0	134,0	126,0
Zobowiązania oprocentowane	41,3	51,3	67,1	113,1	114,1	105,1
Pozostałe	12,5	16,4	17,0	19,0	20,0	21,0
Zobowiązania krótkoterminowe	51,8	45,1	82,4	102,6	107,7	99,7
Zobowiązania oprocentowane	12,5	15,1	15,0	24,0	24,5	13,0
Zobowiązania handlowe	9,3	10,2	13,5	16,4	17,9	19,2
Pozostałe	30,0	19,8	53,9	62,2	65,2	67,5
Pasywa	149,1	218,0	260,8	291,2	317,1	320,8
Kapitał obrotowy netto	-1	2	0	3	4	5
Dług netto	50	51	66	120	100	79
Dług netto skor.	50	51	66	120	100	79
Dług netto/EBITDA (x)	2,7	2,0	1,8	2,5	1,9	1,4
Dług netto/kapitał własny (x)	1,6	0,5	0,8	1,3	0,9	0,6
ROE (%)	17%	11%	13%	22%	25%	24%
ROA (%)	4%	4%	5%	7%	8%	9%
Cykl konwersji gotówki (dni)	-8	-4	-3	-5	-3	-2
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	33	34	33	36	40	42
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	41	38	36	41	44	44

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20P	2020/21P	2021/22P
Przepływy z działalności operacyjnej	15,2	19,0	34,9	49,1	48,8	52,5
Zysk (strata) netto	6,5	10,6	16,7	24,3	28,6	32,2
Amortyzacja	5,6	8,3	11,5	11,9	12,5	13,0
Zmiany w kapitale obrotowym	1,3	-3,0	2,0	1,6	1,0	0,5
Zmiana zapasów	0,1	0,0	0,6	3,8	2,4	1,6
Zmiana należności handlowych	-2,7	-3,5	-1,4	-5,1	-2,8	-2,4
Zmiana zobowiązań handlowych	3,9	0,5	2,9	2,9	1,5	1,3
Pozostałe	1,8	3,1	4,6	11,2	6,7	6,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-56,5	-64,7	-42,1	-35,3	-14,0	-13,3
CAPEX	-44,2	-65,7	-42,9	-36,5	-14,0	-13,3
Pozostałe	-12,4	1,0	0,8	1,3	0,0	0,0
Przepływy z działalności finansowej	42,7	58,3	7,0	-12,3	-13,8	-38,7
Zmiana zobowiązań oprocentowanych	8,9	8,7	9,0	49,9	-4,1	-26,1
Wpływy z emisji akcji	37,2	56,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	-4,2	-9,7	-12,6
Pozostałe	-3,4	-7,1	-2,0	-57,9	0,0	0,0
Przepływy pieniężne netto	1,3	12,5	-0,2	1,5	21,0	0,5
Środki pieniężne na początek okresu	2,0	3,3	15,8	15,6	17,2	38,1
Środki pieniężne na koniec okresu	3,3	15,8	15,6	17,2	38,1	38,6

Źródło: Spółka, Trigon DM

Trigon Dom Maklerski S.A.

Plac Unii, Budynek B, ul. Puławska 2

02-566 Warszawa

T: +48 22 330 11 11 | F: +48 22 330 11 12

http://www.trigon.pl | E: recepcja@trigon.pl

Research:

Zbigniew Porczyk, CFA

Strategia, TMT, Wydobywanie, Przemysł ciężki

Grzegorz Kujawski

Handel detaliczny, Transport, Przemysł, Finanse

Kacper Koproń

Gry komputerowe, TMT

Katarzyna Kosiorek

Biotechnologia

Michał Kozak

Paliwa, Chemia

Maciej Marcinowski

Strategia, Banki, Finanse, Przemysł drzewny

Łukasz Rudnik

Automotive, Przemysł metalowy, Przemysł spożywczy

David Sharma

Martyna Szymczykowska

Sales:

Paweł Szczepański

Paweł Czupryński

Sebastian Kosakowski

Artur Pałka

Michał Sopiński

Disclaimer

Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”) odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. („GPW”), na podstawie Umowy o świadczenie usług przygotowania usług przygotowania raportów analitycznych („Umowa”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Dokument począwszy od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym go w wybranych przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE („Rozporządzenie MAR”), oraz w Rozporządzeniu Delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów „Rozporządzenie w sprawie rekomendacji”).

Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki

free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczby głosów z akcji, pomniejszony o akcje własne należące do spółki

min/max 52 tyg. – minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni
średni wolumen – średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację
zysk skorygowany – zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym
CF – cash flow, przepływy pieniężne
capex – suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
rentowność zysku brutto na sprzedaży - iloraz zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

EPS - zysk netto na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję
P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji
EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki
EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki
DY – stopa dywidendy, relacja wypłaconej dywidendy do kursu akcji

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – R22 S.A.

KUPUJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 10%

TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 10%

SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -0%.

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia (data wskazana na wstępie dokumentu) lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.

Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.

Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacje krótkookresowe oznaczane jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.

Dokument sporządziła: Kacper Koprow

Stosowane metody wyceny

Dom Maklerski stosuje zwykle dwie metody wyceny: model DCF - zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodę wskaźnikową, a więc zestawienie podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych. Opcjonalnie może być wykorzystywany model zdyskontowanych dywidend.

Wadą metod opartych na zdyskontowanych przepływach jest wysoka wrażliwość na przyjęte założenia. Zaletą tych metod jest brak zależności z bieżącą wyceną rynkową spółki. Z kolei wadą metod wskaźnikowych jest ryzyko, że w danej chwili wycena rynkowa porównywalnych spółek może nie odzwierciedlać prawidłowo ich rzeczywistej wartości. Jej zaletą jest to, że pokazuje ona wycenę rynkową spółki uzyskaną w oparciu o rynkowe wyceny spółek porównywalnych.

Jako podstawy wyceny lub metodokresowych oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto model DCF.

Wycena, metodyka wyceny lub przyjęte założenia nie ulegały zmianie od daty sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia Dokumentu.

Dokument nie został przedstawiony emitentowi a następnie zmieniony. Dokument nie ulegał zmianom od dnia jego sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia.

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, jak również informacje odnośnie wcześniejszych rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, opublikowanych w okresie ostatnich 12 miesięcy przed datą niniejszej rekomendacji, zamieszczono na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.trigon.pl.

Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony obiektywnie, z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumencie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumencie.

Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.

Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w Dokumencie zostaną wykorzystane. Przedstawiane dane historyczne odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wynik oceny własnej Domu Maklerskiego.

Postępując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumencie nie należy rygnować z: przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; rozważenia skorzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę.

O ile Dokument nie wskazuje inaczej, informacji w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego.

Pomiędzy Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzaniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązanymi a Emitentem nie występuje konflikt interesów. Na datę sporządzenia Dokumentu Dom Maklerski nie posiada akcji Emitenta. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie otrzymał od Emitenta dywidendy. Członkowie władz Emitenta ani osoby im bliskie nie są członkami władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Dom Maklerski nie świadczy dla Emitenta i spółek powiązanych z Emitentem usług doradztwa finansowego lub usługi bankowości inwestycyjnej lub innych usług maklerskich.

Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem: i) sporządzania analiz i rekomendacji instrumentów finansowych Emitenta, ii) oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu, iii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego, iv) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe. Dom Maklerski pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcję animatora emitenta. Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzeniu Dokumentu nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych przez Dom Maklerski z transakcji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Dom Maklerski. Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Ponadto Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług. Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane mogą uczestniczyć w transakcjach związanych z finansowaniem Emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz Emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane, również zanim Dokument zostanie przedstawiony odbiorcom.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji oraz realizację ogólnej polityki zarządzania konfliktami interesów Domu Maklerskiego. W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Pracownicy Domu Maklerskiego biorący udział w sporządzaniu rekomendacji i) nie otrzymują wynagrodzenia bezpośrednio powiązanego z transakcjami dotyczącymi usług Domu Maklerskiego określonymi w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub z innym rodzajem transakcji, które prowadzi Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy kapitałowej co Dom Maklerski, ani z opłatami za takie transakcje, które otrzymuje Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy co Dom Maklerski, ii) nie otrzymują ani nie kupują akcji emitenta przed ofertą publiczną.

Szczegółowe informacje odnośnie polityki zarządzania konfliktami interesów znajdują się na stronie www.trigon.pl.

Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Data podana na pierwszej stronie niniejszego dokumentu jest datą jego sporządzenia i przekazania do wiadomości odbiorców. Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym Dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują GPW na podstawie Umowy. Dom Maklerski jest uprawniony do redystrybucji niniejszego Dokumentu na rzecz swoich klientów. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody Domu Maklerskiego.

Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechnianie może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestrzegać. Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:

- wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;
- potwierdza, że zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: www.doakcji.trigon.pl, www.trigon.pl, zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;

- wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usług w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumencie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu.

Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data sporządzenia: 24 września 2019 r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 24 września 2019 r. godz.: [11:20]